

公司研究/公告点评

2017年01月19日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 12.93  
合理价格区间(元): 14.06~14.81

**陈雳** 执业证书编号: S0570512070041  
研究员 010-56793977  
chenli8305@htsc.com

**孙雪琬** 0755-82125064  
联系人 sunxuewan@htsc.com

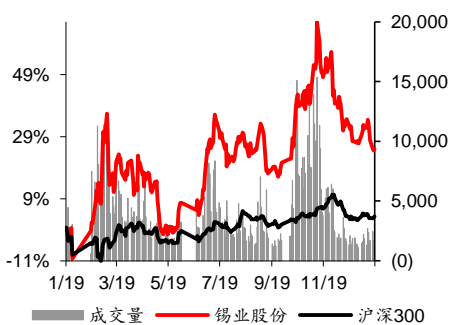
**杨欧雯** 010-56793972  
联系人 yangouwen@htsc.com

**黄孚** 010-56793948  
联系人 huangfu@htsc.com

相关研究

- 1 《锡业股份(000960):主业价格回暖, 产品拓展提升盈利》2016.10
- 2 《锡业股份(000960):严苛补偿方案彰显股东信心》2015.03
- 3 《锡业股份(000960):期待锡业巨头重新起航》2014.10

股价走势图



资料来源: Wind

# 定增过会, 助力锌铟冶炼项目

## 锡业股份(000960)

### 锌铟冶炼等项目定增方案获证监会审核通过

中国证监会发行审核委员会于2017年1月18日对公司非公开发行股票的申请进行了审核。根据审核结果, 公司本次非公开发行股票的申请获得通过。公司本次发行次非公开发行股票拟募集资金总额不超过26亿元, 投资于年产10万吨锌、60吨铟冶炼项目、多金属选矿厂和锡铟矿勘探三个项目。募投项目建成后, 将实现锌铟产业链从采选向冶炼深加工端的延伸, 进一步巩固资源优势和行业龙头地位。

### 配套矿山资源丰富, 募投项目盈利有保障

公司计划将21亿元募集的资金用于锌铟冶炼技改项目, 计划建设期为2年, 技改项目建成后, 预计锌铟年产量将分别达到10.22万吨和87.40吨。公司子公司华联锌铟矿山资源丰富, 其中铟和锌金属储量分别位居全球第一、云南省第三。公司通过实施矿山建设项目, 不断提高精矿采选能力, 预计锌铟冶炼项目建成后, 矿石自给率将达到100%。

### 立足锡产品加工, 锌铟等领域综合发展

公司是全球最大的锡产品生产商, 控制的锡和铟资源储量位居全球第一。目前公司的主营业务为锡、锌、铜、铟等金属矿的采选, 以及锡、铜冶炼和锡深加工业务。公司自成立以来不断完善产业链, 在增加上游多金属矿山资源储备的同时, 致力于扩大采选冶炼产能, 综合发展锡、锌、铟等多品种金属的深加工产业。

### 锡价持续上涨, 主业盈利有望继续改善

根据亚洲金属网价格数据, 2016年四季度末国内锡锭价格为14.8万元/吨, 较三季度末的12.93万元/吨, 单季度涨幅约为14.5%。2016年锡价持续上涨, 年度均价较2015年增加约8.5%。由于公司通过资产收购、扩建等途径近年来不断提高锡矿自给率, 实现了原料保障力度的提高, 因而锡价上涨有望改善公司锡产品加工业务的盈利水平。

### 非公开发行获审核通过, 维持公司“增持”评级

公司作为锡行业采选加工一体化企业, 受益于金属价格提升和资产重组后的盈利能力增长, 增发实行后综合实力有望得到进一步提高。由于四季度锡价持续增长, 适当向上调整2016年及2017年锡产品销售均价假设; 假设2017年锡、锌等金属价格保持稳定, 公司矿山和冶炼项目进度与预期一致, 预计2016-2018年公司营收分别为350.76、373.45、386.96亿元, EPS为0.19、0.57、0.64元, 对应当前股价的PE为67.74X、22.75X、20.19X, 维持“增持”评级。

风险提示: 金属价格出现下跌; 公司募投项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,472
流通A股 (百万股)	1,209
52周内股价区间 (元)	9.28-17.16
总市值 (百万元)	19,034
总资产 (百万元)	27,445
每股净资产 (元)	5.30

资料来源: 公司公告

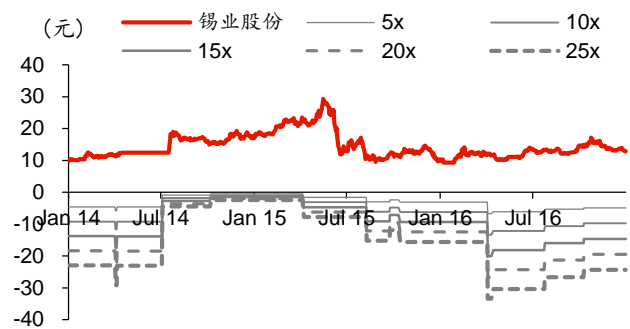
经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	27,771	31,079	35,076	37,345	38,696
+/-%	26.68	11.91	12.86	6.47	3.62
净利润 (百万元)	133.97	(1,969)	280.98	836.77	942.69
+/-%	109.99	(1,569)	114.27	197.80	12.66
EPS (元)	0.09	(1.34)	0.19	0.57	0.64
PE (倍)	142.07	(9.67)	67.74	22.75	20.19

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

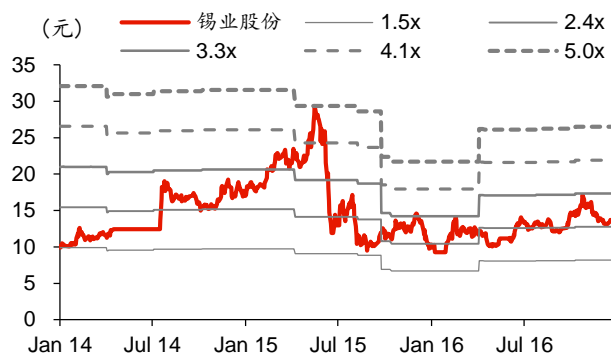
## PE/PB - Bands

图表1: 锡业股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 锡业股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	10,546	8,440	11,093	11,012	11,175
现金	1,388	2,846	2,267	2,313	2,387
应收账款	439.93	511.02	567.44	605.96	628.79
其他应收账款	1,454	207.17	782.52	776.81	723.38
预付账款	100.44	198.95	206.73	203.51	218.22
存货	5,988	3,309	5,746	5,508	5,554
其他流动资产	1,175	1,368	1,523	1,603	1,664
非流动资产	18,489	19,158	18,392	17,627	16,800
长期投资	396.73	416.78	340.63	375.37	370.69
固定投资	11,066	12,130	12,248	11,986	11,535
无形资产	3,836	3,682	3,480	3,333	3,181
其他非流动资产	3,190	2,930	2,324	1,933	1,712
资产总计	29,035	27,598	29,486	28,639	27,975
流动负债	13,854	14,276	16,494	14,473	12,654
短期借款	10,718	11,415	13,299	11,234	9,395
应付账款	1,629	923.18	1,430	1,444	1,441
其他流动负债	1,507	1,937	1,765	1,794	1,818
非流动负债	4,450	4,615	3,944	4,122	4,154
长期借款	1,759	1,181	1,112	1,112	1,112
其他非流动负债	2,692	3,434	2,832	3,010	3,042
负债合计	18,304	18,891	20,438	18,594	16,808
少数股东权益	1,317	990.29	1,060	1,220	1,399
股本	1,151	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	6,720	6,672	6,672	6,672	6,672
留存公积	1,627	(341.59)	(146.03)	690.73	1,633
归属母公司股	9,414	7,717	7,988	8,825	9,767
负债和股东权益	29,035	27,598	29,486	28,639	27,975

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	2,170	2,031	(1,146)	3,030	2,669
净利润	191.73	(1,773)	351.04	996.15	1,122
折旧摊销	783.52	926.00	745.10	786.37	803.31
财务费用	957.83	834.59	979.54	981.08	832.81
投资损失	(98.34)	(39.98)	(53.47)	(56.45)	(52.71)
营运资金变动	58.97	1,651	(2,856)	174.15	(88.79)
其他经营现金	276.12	432.24	(312.22)	149.07	52.02
投资活动现金	(1,308)	(553.38)	206.92	(15.69)	35.88
资本支出	1,729	1,828	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	(1,270)	(106.14)	48.87	(6.75)
其他投资现金	420.44	4.15	100.78	33.18	29.14
筹资活动现金	(2,175)	(58.35)	360.43	(2,968)	(2,632)
短期借款	(1,001)	697.17	1,883	(2,064)	(1,839)
长期借款	1,291	(577.51)	(69.36)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	320.83	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,504	(48.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,969)	(450.43)	(1,453)	(904.13)	(792.29)
现金净增加额	(1,312)	1,424	(578.42)	46.33	73.24

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	27,771	31,079	35,076	37,345	38,696
营业成本	25,470	30,017	32,269	33,528	34,776
营业税金及附加	52.89	60.16	64.03	70.04	72.31
营业费用	169.44	174.33	223.70	226.89	235.99
管理费用	798.58	1,226	1,188	1,303	1,366
财务费用	957.83	834.59	979.54	981.08	832.81
资产减值损失	240.57	279.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(1.71)	2.29	(9.92)	0.00	0.00
投资净收益	98.34	39.98	53.47	56.45	52.71
营业利润	178.31	(1,470)	395.01	1,293	1,465
营业外收入	146.94	55.78	92.01	89.09	84.51
营业外支出	53.25	60.65	49.15	53.67	53.33
利润总额	272.00	(1,475)	437.87	1,328	1,496
所得税	80.27	297.82	86.83	332.05	374.08
净利润	191.73	(1,773)	351.04	996.15	1,122
少数股东损益	57.76	195.55	70.06	159.38	179.56
归属母公司净利润	133.97	(1,969)	280.98	836.77	942.69
EBITDA (倍)	1,920	290.20	2,120	3,060	3,101
EPS (元)	0.09	(1.34)	0.19	0.57	0.64

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	26.68	11.91	12.86	6.47	3.62
营业利润	110.77	(924.65)	126.86	227.27	13.33
归属母公司净利润	109.99	(1,569)	114.27	197.80	12.66
获利能力 (%)					
毛利率	8.29	3.42	8.00	10.22	10.13
净利率	0.48	(6.33)	0.80	2.24	2.44
ROE	1.42	(25.51)	3.52	9.48	9.65
ROIC	3.33	(3.44)	4.58	7.39	7.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.04	68.45	69.31	64.93	60.08
净负债比率 (%)	72.46	71.58	74.73	71.09	67.74
流动比率	0.76	0.59	0.67	0.76	0.88
速动比率	0.32	0.34	0.31	0.36	0.42
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.10	1.23	1.29	1.37
应收账款周转率	66.98	60.13	58.89	58.46	57.34
应付账款周转率	19.38	23.52	27.43	23.33	24.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	(1.34)	0.19	0.57	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	1.38	(0.78)	2.06	1.81
每股净资产(最新摊薄)	6.40	5.24	5.43	5.99	6.64
估值比率					
PE (倍)	142.07	(9.67)	67.74	22.75	20.19
PB (倍)	2.02	2.47	2.38	2.16	1.95
EV_EBITDA (倍)	16.51	109.22	14.95	10.36	10.22

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com